

TRADING SECRETS

La Loi de Gresham

TAD RIVELLE | NOVEMBRE 2017

**Tad Rivelle**

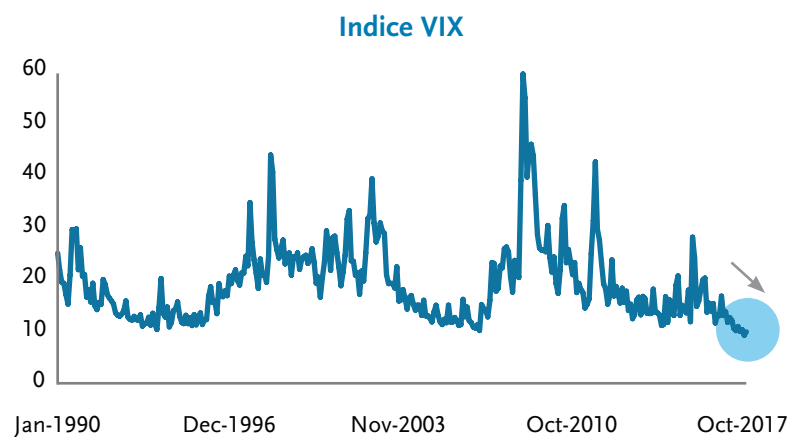
Group Managing Director
Chief Investment Officer—Fixed Income
Co-Director Fixed Income

Tad Rivelle est Chief Investment Officer—Fixed Income et supervise la gestion de plus de 160 milliards USD d'actifs sur les marchés de taux américains, dont près de 100 milliards USD au sein de fonds obligataires des marques TCW Funds et MetWest Funds. Avant d'intégrer TCW, Tad Rivelle était Directeur des investissements et co-fondateur de MetWest, une société indépendante de gestion d'actifs institutionnels. L'équipe de gestion de MetWest a été distinguée par de nombreuses récompenses, notamment le prix de Gérant obligataire de l'année de Morningstar. Précédemment, Tad Rivelle a également été Co-directeur de la gestion obligataire de Hotchkis & Wiley et gérant de portefeuille chez PIMCO. Il est titulaire d'une licence de physique de l'Université de Yale, d'une maîtrise de mathématiques appliquées de l'Université de Californie du Sud et d'un MBA de la UCLA Anderson School of Management.

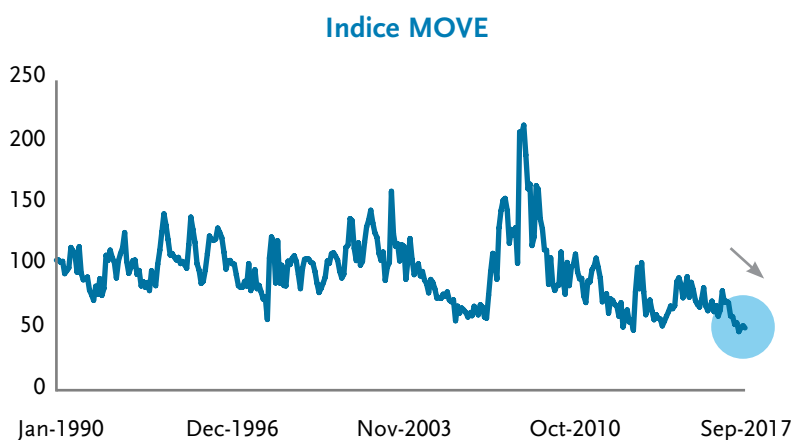
Cette année, le prix Nobel d'économie a été attribué à Richard Thaler, un des pionniers de l'économie comportementale. Mais il existe une histoire contée par un prix Nobel moins connu, Kenneth Arrow. En tant qu'« Officier Météo » pendant la Seconde Guerre Mondiale, cet économiste était chargé d'analyser la fiabilité des prévisions météorologiques de l'armée. Et il est parvenu à la conclusion suivante : statistiquement parlant, ces prévisions ne valaient même pas le papier sur lequel elles étaient imprimées. Après avoir alerté sa hiérarchie, le capitaine Arrow s'est vu gratifier de cette réponse : « Oui, le général sait bien que ces prévisions n'ont aucune fiabilité. Mais il en a besoin pour programmer ses opérations militaires. »

Certes, peut-être n'avez-vous pas besoin d'un prix Nobel pour savoir que les instances décisionnaires manquent souvent de rationalité. Le cas qui nous intéresse est celui des marchés financiers. Bien qu'ils soient dotés d'une structure subtile et ingénieuse, les marchés financiers n'en restent pas moins dictés par l'action de masse de millions de personnes. Ils sont le reflet de l'humanité et expriment donc à la fois l'apogée de nos connaissances, le noyau de nos craintes et tous nos sentiments intermédiaires. Ce qui nous amène au sujet d'aujourd'hui : la Loi de Gresham. Sir Thomas Gresham était un financier vivant à l'époque du roi Henri VIII, connu pour avoir formulé la célèbre maxime : « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Les numismates d'un certain âge se souviennent d'avoir vu disparaître toutes les pièces d'argent américaines juste après que le Congrès a voté l'utilisation exclusive de métaux de base à partir de 1965. Alors que toutes les pièces (d'argent ou de cuivre) présentaient le même cours légal, ce sont celles en argent qui ont disparu. Peut-être vous demandez-vous ce que tout ceci a à voir avec l'investissement obligataire ? Et bien tout !

Considérez la situation des marchés financiers telle que la dépeignent aujourd'hui les indicateurs de volatilité implicite :



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Ces deux indices s'établissent actuellement à des niveaux historiquement faibles. Si les marchés évoluaient selon la vision la plus éclairée de l'humanité et en toute rationalité, il faudrait en conclure que « Monsieur le Marché » s'appuie sur la perception collective, et estime que les marchés sont plus sûrs en ce moment qu'à n'importe quel autre au cours des 25 dernières années. Une conclusion éblouissante ! Mais si la rationalité ne peut pas expliquer que les anticipations de risque soient au plus bas depuis 25 ans, alors il faut nécessairement en déduire qu'il doit y avoir une autre explication, moins rationnelle. Que pensez-vous de celle-ci : les investisseurs sont assoiffés de rendement et sont prêts à prendre tous les risques pour peu qu'ils rapportent un peu de revenu. En bref, l'acheteur marginal qui détermine les prix est sous l'effet d'une « exubérance irrationnelle », ou, oserons-nous le dire tout haut ? « il est avide de gain ».

La situation, vieille comme le monde, est la suivante : il y a les investisseurs irréductibles, appelons-les « tribu valeur », qui résistent à l'affaiblissement des normes de souscription accompagnant ce cycle en fin de vie. La tribu valeur pense que la valeur du principal a toujours de l'importance et que le meilleur investissement est celui dont le profil de rendement/risque penche de manière asymétrique en leur faveur. En face, il y a la tribu momentum, qui, au contraire, estime que tout capital investi doit impérativement fructifier, sans quoi le « rendement » est « inutilement » sacrifié.

N'est-il pas évident qu'à la fin d'un cycle financier, les investissements conduits par le momentum évincent ceux qui sont dictés par le facteur valeur ? Si ! Tout investissement qui abaisse son seuil de rentabilité et s'adapte de lui-même à des normes de souscription moins exigeantes finit par tirer les prix des actifs jusqu'à des niveaux qui ne sont plus compatibles avec les critères des investisseurs plus regardants. L'argent plaqué prend le pas sur l'argent massif.

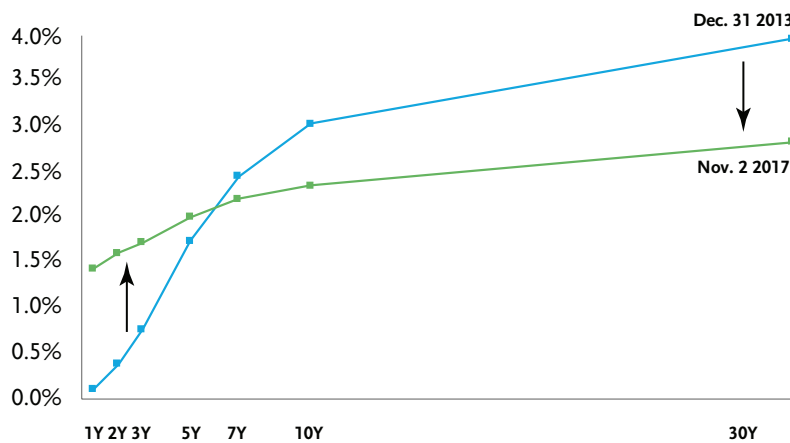
Alors certes, un gain est un gain, et le momentum est actuellement une stratégie gagnante. Par audace ou par inconscience, l'appétit pour le risque a porté ses fruits en 2017. Mais a-t-on jamais vu des arbres pousser jusqu'au ciel ? Minsky n'a-t-il pas démontré comment des phases prolongées de faible volatilité masquent les pathologies financières, et comment celles-ci propagent leurs métastases à travers tout le système ? Bien sûr que si ! Alors que les banquiers centraux rêvent d'un pays imaginaire où la masse des humains irrationnels peut être guidée par de sages érudits, le monde réel que nous connaissons est résolument plus désordonné.

Comment cela ? Dans les périodes prolongées de faible volatilité, il arrive souvent que des traders et des gérants de fonds se montrent moins attentifs à la qualité des actifs. L'analyse crédit est un exercice difficile, et lorsque les prix deviennent inélastiques par rapport aux « fondamentaux », certains en concluent que l'étude approfondie des obligations ne vaut pas les efforts qu'on y consacre. Les environnements de faible volatilité réduisent l'intérêt de négocier plus habilement, ce qui contribue à dégrader la qualité des informations sur les prix. Dans le même temps, le faible niveau des taux conjugué à la cherté des prix des actifs n'encourage pas les entreprises à se transformer radicalement ; par conséquent, les activités peu rentables sont « tolérées » et les forces schumpétériennes de destruction créatrice, nécessaires à la croissance, sont limitées. En quelques mots, les problèmes fondamentaux sont systématiquement ignorés par la masse. C'est comme si vous croisie un empereur complètement nu et que vous vous contentiez de hausser les épaules et de continuer votre chemin.

Mais il y a des limites à tout. Absolument tout. Il arrive un moment où la masse s'éveille de sa torpeur et s'aperçoit soudain que le capital est cerné de toutes parts par des dangers clairs et bien réels. Le torrent d'argent investi par « peur de rater quelque chose » pourrait bien devenir la plus formidable marée descendante !

Avant de conclure ces propos caractéristiques de leur auteur (autrement dit : joyeux et instructifs), rappelons que les marchés « votent » à court terme et « réfléchissent » sur le long terme. Les marchés des actions, de l'immobilier et des obligations suspectes ont tous déjà voté, et nous savons ce qui s'est passé. Mais on n'a peut-être pas assez entendu parler d'une des personnes les plus fiables sur les marchés financiers ; elle est très bonne pour « prendre la mesure » et possède l'un des meilleurs historiques (loin d'être parfait, cependant !) en matière de prévision des récessions. Vous n'en avez jamais entendu parler ? Si, bien sûr : il s'agit de la courbe des taux.

Courbe des taux des bons du Trésor américain



Source: Bloomberg

Les actions s'envolent. Les allègements d'impôts font leur chemin au Congrès. La confiance des ménages s'accélère et le chômage est tombé à ses plus bas niveaux depuis plusieurs dizaines d'années. Mais tout ceci ne se reflète pas dans la courbe des taux. Celle-ci n'a peut-être plus la baraka ? D'un autre côté, même en ayant perdu sa boule de cristal, une courbe des taux qui s'aplatit fait plus que simplement signaler des doutes quant aux perspectives de croissance et d'inflation. Une courbe qui s'aplatit réduit la prime de terme pour la quasi-totalité des intermédiaires financiers. Qui dit baisse de la prime de terme dit baisse des marges d'intérêts nettes. Et une baisse des marges d'intérêts nettes n'incite pas à la formation de crédit. En effet, si les primes de terme continuent à se volatiliser, peut-être est-ce la courbe des taux qui ramènera le préfixe « de » dans « de-leveraging ». Soyez prudents ! ■

Le présent document revêt uniquement un caractère informatif et ne tient pas lieu d'offre de vente ou de sollicitation à l'achat d'un quelconque titre. TCW, ses dirigeants, ses administrateurs, ses employés ou ses clients peuvent détenir des investissements dans des titres ou des produits évoqués dans le présent document, et ces investissements peuvent être modifiés à tout moment sans préavis. Les informations et les données statistiques contenues dans le présent document reposent sur des sources jugées fiables, mais TCW ne prétend pas qu'elles soient exactes, et ces informations et données ne doivent en aucun cas être considérées comme telles ou servir de fondement à une décision d'investissement. Les informations citées dans le présent document sont susceptibles de contenir des données préliminaires et/ou des « énoncés à caractère prospectif ». La réalité peut sensiblement différer desdits énoncés en raison de nombreux facteurs. TCW n'est aucunement tenu de mettre à jour les opinions ou énoncés à caractère prospectif contenus dans le présent document Toute opinion contenue dans le présent document est valable uniquement au moment où elle est exprimée et peut être modifiée sans préavis. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. © 2017 TCW